

# 东诚药业 (002675)

## 2025 年年报点评: 核药 FDG 业绩加速, 核素布局解决供应瓶颈

买入 (维持)

2026 年 04 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘若彤

执业证书: S0600525040006

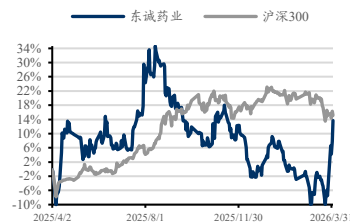
liurt@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2024A   | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)    | 2,869   | 2,741  | 2,966  | 3,242  | 3,635  |
| 同比 (%)         | (12.42) | (4.46) | 8.21   | 9.30   | 12.14  |
| 归母净利润 (百万元)    | 183.83  | 195.63 | 247.81 | 340.66 | 422.51 |
| 同比 (%)         | (12.35) | 6.42   | 26.67  | 37.47  | 24.02  |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.22    | 0.24   | 0.30   | 0.41   | 0.51   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 63.52   | 59.69  | 47.12  | 34.28  | 27.64  |

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2025 年年度报告, 2025 年实现营收 27.41 亿元 (-4.5%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 1.96 亿元 (+6.4%), 扣非净利润 1.79 亿元 (+127%), 销售毛利率 50.97% (+3.8pct), 销售净利率 5.63% (+0.7pct); 销售费用率 15.2% (+0.8pct), 管理费用率 12.4 (+1.4pct), 财务费用率 5.4% (+2.7pct, 股份回购利息所致), 研发费用率 8.5% (-1.7pct)。2025Q4 营收 6.98 亿元 (-1.2%), 归母 0.47 亿元 (+174%)。
- 核药板块核心产品增长较好, 产品结构改善, 带动净利率提升:** 2025 年拆分: ①核药板块实现营收 11.4 亿元 (+12.2%), 其中核心产品 FDG 2025H1 营收 2.12 亿元 (+8.7%), 2025 全年营收 5.0 亿元 (+18.3%), 受到医保耗材服务收费分离政策利好, 2025H2 加速明显。②原料药板块实现营收 10.1 亿元 (-19.2%), 肝素钠价格下降, 但是毛利率提升至 42.0% (+11.7pct)。③制剂板块实现营收 3.6 亿元 (+10.5%), 那曲肝素钙纳入国采收入 +22.7%。④其他业务板块实现营收 2.3 亿元 (-16.1%)。
- 公司创新核药平台管线收获期, 核药研发进度领先:** 后续催化包括: ①18F-LNC1001 (PSMA 前列腺癌诊断) 已经递交 NDA。②18F-LNC1005 (FAP 实体瘤诊断) 进入 2/3 期联合试验, 已经完成 2 期临床入组, 并将尽快启动 3 期临床。③177Lu-LNC1011 (PSMA mCRPC 治疗) 已完成 2 期临床入组, 预计将在 2027H1 完成试验, 随后进入 3 期临床。④225Ac-LNC1011 (PSMA 治疗) 已获得中美双地批件, 为中国首个  $\alpha$  核素 225Ac 临床批件, 已经开始入组。⑤Lu177-LNC1009 (FAP+ $\alpha$ v $\beta$ 3 治疗): 作为公司创新双靶点, 已经开始 1 期临床入组。⑥F18-LNC1016 ( $\alpha$ v $\beta$ 3 诊断药)、Lu177-LNC1008 ( $\alpha$ v $\beta$ 3 治疗药)、Tau 蛋白显影剂、FAP+ $\alpha$ v $\beta$ 3 二聚体等多款产品具备较大潜力。
- 核药全产业链条能力优势明显, 核素平台弥补国内供应短板:** 公司拥有“一堆两器”核素平台: ①与国电投、江西核电合作, 共同投资建设江西九江天红医用同位素专用反应堆项目。②与中国工程物理研究院流体物理所合作, 联合开发高功率强流 40MeV 电子花瓣加速器。③与德国 Eckert & Ziegler 合作, 共同投资建设 30MeV 中能质子回旋加速器。有效解决我国乃至世界医用同位素短缺问题, 切实降低生产成本。
- 盈利预测与投资评级:** 由于原料药价格下滑及考虑公司资金需求, 我们将公司 2026-2027 年营收从 37.1/41.9 亿元下调至 29.66/32.42 亿元, 归母净利润从 3.2/4.0 亿元下调至 2.48/3.41 亿元, 并预测 2028 年营收和归母净利润分别为 36.35 亿元和 4.23 亿元; 2026-2028 年对应当前股价 PE 分别为 47/34/28x。考虑到公司创新核药管线进入收获期, 核药网络化供应能力强, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新药研发进展不及预期, 核药政策改革, 肝素原料药采购及价格波动, 以及折旧增加导致业绩下滑的风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 15.45       |
| 一年最低/最高价      | 12.05/18.68 |
| 市净率(倍)        | 2.93        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,485.28   |
| 总市值(百万元)      | 12,740.00   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 5.28   |
| 资产负债率(% LF) | 40.76  |
| 总股本(百万股)    | 824.60 |
| 流通 A 股(百万股) | 743.38 |

### 相关研究

《东诚药业(002675): 2025 半年报点评: 第二季度利润增速较快, 下半年创新催化较多》

2025-08-24

《东诚药业(002675): 十年磨一剑, 高壁垒核药产业平台进入收获期》

2025-03-09

东诚药业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |               | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E         |                 | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>2,685</b> | <b>2,647</b> | <b>2,881</b> | <b>3,199</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>2,741</b> | <b>2,966</b> | <b>3,242</b> | <b>3,635</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,096        | 978          | 1,043        | 1,156         | 营业成本(含金融类)      | 1,344        | 1,476        | 1,607        | 1,763        |
| 经营性应收款项          | 1,007        | 999          | 1,124        | 1,261         | 税金及附加           | 41           | 42           | 45           | 51           |
| 存货               | 533          | 625          | 667          | 731           | 销售费用            | 418          | 445          | 490          | 549          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0             | 管理费用            | 339          | 356          | 386          | 427          |
| 其他流动资产           | 49           | 45           | 48           | 51            | 研发费用            | 233          | 255          | 276          | 309          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>6,539</b> | <b>6,751</b> | <b>6,917</b> | <b>7,051</b>  | 财务费用            | 147          | 130          | 81           | 86           |
| 长期股权投资           | 237          | 290          | 344          | 392           | 加:其他收益          | 24           | 57           | 62           | 63           |
| 固定资产及使用权资产       | 1,990        | 2,105        | 2,197        | 2,242         | 投资净收益           | (17)         | (15)         | (18)         | (20)         |
| 在建工程             | 640          | 628          | 611          | 610           | 公允价值变动          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 282          | 321          | 361          | 398           | 减值损失            | (15)         | (11)         | (11)         | (9)          |
| 商誉               | 2,491        | 2,507        | 2,505        | 2,508         | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 159          | 159          | 159          | 159           | <b>营业利润</b>     | <b>213</b>   | <b>293</b>   | <b>392</b>   | <b>485</b>   |
| 其他非流动资产          | 741          | 741          | 741          | 741           | 营业外净收支          | (1)          | (2)          | (2)          | (2)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>9,224</b> | <b>9,399</b> | <b>9,799</b> | <b>10,250</b> | <b>利润总额</b>     | <b>211</b>   | <b>292</b>   | <b>390</b>   | <b>483</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,636</b> | <b>1,669</b> | <b>1,823</b> | <b>1,987</b>  | 减:所得税           | 57           | 86           | 115          | 141          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 318          | 348          | 368          | 378           | <b>净利润</b>      | <b>154</b>   | <b>206</b>   | <b>275</b>   | <b>343</b>   |
| 经营性应付款项          | 584          | 631          | 680          | 752           | 减:少数股东损益        | (41)         | (42)         | (66)         | (80)         |
| 合同负债             | 87           | 101          | 109          | 122           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>196</b>   | <b>248</b>   | <b>341</b>   | <b>423</b>   |
| 其他流动负债           | 647          | 589          | 666          | 735           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.24         | 0.30         | 0.41         | 0.51         |
| <b>非流动负债</b>     | <b>2,124</b> | <b>2,204</b> | <b>2,290</b> | <b>2,377</b>  | EBIT            | 375          | 421          | 471          | 569          |
| 长期借款             | 297          | 315          | 332          | 345           | EBITDA          | 595          | 632          | 716          | 847          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0             | 毛利率(%)          | 50.97        | 50.23        | 50.44        | 51.50        |
| 租赁负债             | 140          | 202          | 272          | 345           | 归母净利率(%)        | 7.14         | 8.35         | 10.51        | 11.62        |
| 其他非流动负债          | 1,686        | 1,686        | 1,686        | 1,686         | 收入增长率(%)        | (4.46)       | 8.21         | 9.30         | 12.14        |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,760</b> | <b>3,872</b> | <b>4,113</b> | <b>4,363</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 6.42         | 26.67        | 37.47        | 24.02        |
| 归属母公司股东权益        | 4,350        | 4,455        | 4,681        | 4,961         |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 1,114        | 1,072        | 1,006        | 926           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>5,464</b> | <b>5,526</b> | <b>5,686</b> | <b>5,886</b>  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>9,224</b> | <b>9,399</b> | <b>9,799</b> | <b>10,250</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |                 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流     | 580   | 500   | 602   | 694   | 每股净资产(元)        | 5.28  | 5.40  | 5.68  | 6.02  |
| 投资活动现金流     | (555) | (531) | (529) | (525) | 最新发行在外股份(百万股)   | 825   | 825   | 825   | 825   |
| 筹资活动现金流     | 86    | (164) | (96)  | (138) | ROIC(%)         | 4.41  | 4.71  | 5.08  | 5.93  |
| 现金净增加额      | 109   | (198) | (23)  | 31    | ROE-摊薄(%)       | 4.50  | 5.56  | 7.28  | 8.52  |
| 折旧和摊销       | 220   | 210   | 245   | 279   | 资产负债率(%)        | 40.76 | 41.20 | 41.97 | 42.57 |
| 资本开支        | (360) | (383) | (370) | (374) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 59.69 | 47.12 | 34.28 | 27.64 |
| 营运资本变动      | 68    | (78)  | (35)  | (50)  | P/B (现价)        | 2.68  | 2.62  | 2.49  | 2.35  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>